

Company Analysis Report



새론오토모티브(075189)

2007년 4월7일

자동차 부품업

브레이크 없는 고속질주

BUY

Valuation

Target Price: 8,584

Price: 5,420

Margin of Safety: 58 %

MktCap.(100mn): 1,038

ROE: 20.51 %

Op.Magin: 13.72 %

PER: 7.3

PBR: 1.34

Dividend Yield: 2.4 %

Major Sh.Holder:

NISSHINBO

Foreign Shr.: 47.01 %

52weeks Beta: 1.08

52weeks High/Low:

7,380 / 3,860

기업분석 2팀

이한수, 권혁성, 김근영,

황윤희, 구본일

◆ 마찰재 OE부문 시장점유율 1위

자동차 브레이크를 생산하는 새론오토모티브는 현재 국내 자동차용 브레이크 마찰재 OE시장에서 시장점유율 1위를 유지하고 있는 기업이다. 현재 브레이크 마찰재와 소결재 두 종류를 생산하고 있으며, 소결재 시장에서도 높은 시장점유율을 보이며 안정적인 성장을 유지하고 있다.

◆ 뛰어난 기술력, 원가경쟁력 및 매출처다변화

새론오토모티브는 모기업인 니신보로부터 기술을 이전받아서 경쟁업체에 비해 R&D비용을 절감할 수 있다. 하지만 새론 자체적으로도 연구 개발을 소홀히 하는 것은 아니기에 원료배합기술 등 중요한 기술을 독자적으로 보유하고 있다. 새론은 또한 매출처를 다변화함으로써 가격경쟁력을 갖는데, 2차 부품업체임에도 불구하고 ROE 혹은 순이익률이 높다는 것이 새론의 Bargaining Power를 대변한다. 새론은 수출에 큰 비중을 두고 있지는 않지만 국내의 모든 완성차 업체 및 1차 부품업체에 매출처를 두고 있어 Business Risk Sharing을 훌륭하게 하고 있다고 할 수 있다.

◆ 높은 ROE와 뛰어난 현금창출능력

2000년 이후로 7년 동안 한번도 10%아래로 떨어진 적 없는 순이익률과 역시 20% 밑으로 떨어지지 않는 ROE는 워렌 버핏이 매우 흥미를 가질만한 기업이다. 이익 유보로 인해 자본이 계속 누적되는 상황에서 또 비슷한 수준의 ROE를 낸다는 것은 기업의 경영이 효율적으로 지속되고 있으며, 이를 넘어서서 성장한다는 것을 의미하기 때문이다. 또한 북경에 세운 SABC의 성장도 크게 기대되는 점 중 하나이다.

◆ 지속적 성장동력의 확보

제 1대 주주인 니신보와의 우호적인 관계는 글로벌한 영업을 할 수 있는 창구가 될 수 있을 것이며, 국내 최대 부품업체 중 하나인 만도의 성장도 새론에게는 긍정적이기만 하다. 또한 신소재로서 소결재산업의 성장도 새론의 신성장동력으로 기능할 것이다.

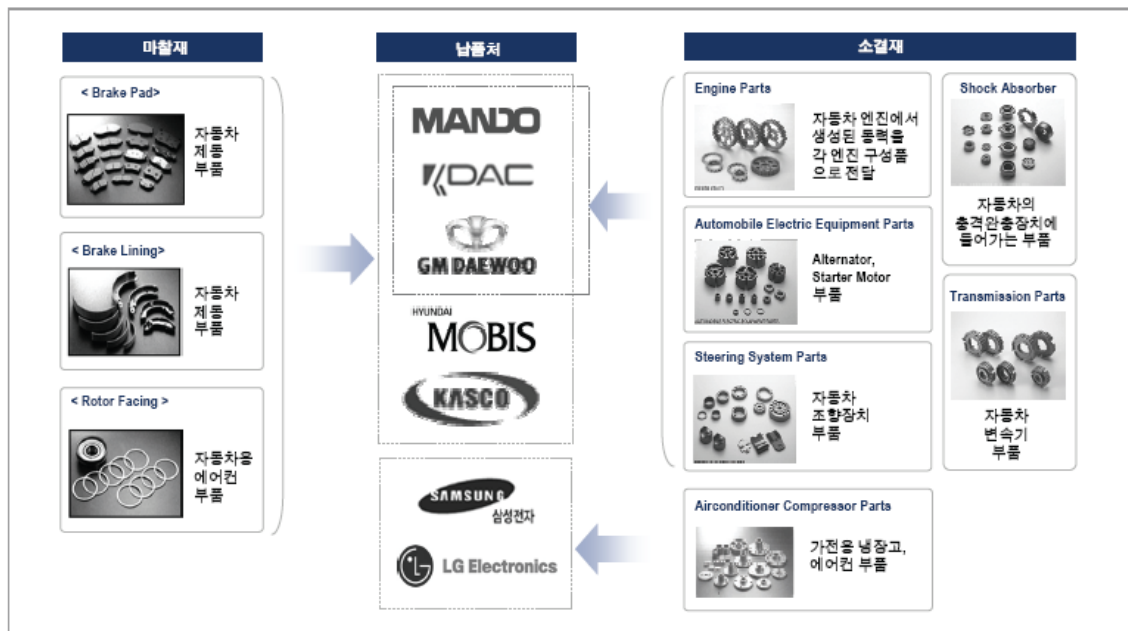


I. Business Model

1. 마찰재

(1) 마찰재 제품

새론 오토모티브(이하 새론)는 자동차용 브레이크 마찰재와 소결재 전문 생산업체이다. 특히, 마찰재는 새론의 총 매출액의 약 70%를 차지하고 있는 주요품목이다. 현재, 새론은 마찰재의 경우 국내 OE(Original Equipment)시장에서 점유율 1위(55.7%)를 차지하고 있다. 주요 마찰재 생산 제품은 Brake Pad, Lining, Rotor Facing 등으로 구분할 수 있으며 각각의 매출비중은 전체매출액 대비 56.6%, 5.6%, 2.3%(기타 3.6%)이다. 주요 매출처로는 현대차, 기아차, GM대우, 쌍용차의 Sub Assembly업체인 만도, 현대모비스, 한국델파이, KASCO 등이 있다.¹



출처 : 새론오토모티브, 키움증권 리서치센터

(2) 마찰재 시장의 특징

브레이크 마찰재 시장은 OE(Original Equipment)시장과 RE(Replacement Equipment)시장으로 구분할 수 있다. 쉽게 말하자면, OE시장은 완성차 업체에게 납품하는 것을 의미하며, RE시장은 일반카센타와 영업용 시장(버스, 택시)을 의미한다

¹ 전자공시 2007.03.30 사업보고서 참조

OE 시장과 RE 시장의 비교

	OE(Original Equipment)	RE(Replacement Equipment)
소비자	완성차 업체	일반카센타, 영업용시장(버스, 택시)
주요 공급업체	새론 오토모티브, 한국배럴	상신브레이크
진입장벽	높음	보통
판매관리비	낮음	높음
마진율	높음	낮음
기타	완성차 업체와 부품 제작 시, 초기 단계부터 함께 진행	

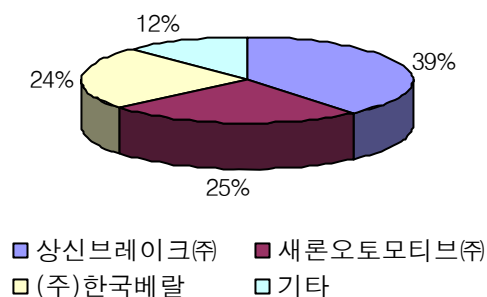
출처 : 사업보고서

새론은 현재, RE시장보다는 수익성이 좋은 OE시장에 주력하고 있다. OE시장의 가장 큰 장점은 완성차 업체의 신차 개발시 초기부터 함께 참여하여 높은 기술력과 신뢰를 형성할 수 있으며, 이는 높은 진입장벽을 형성하게 된다. 이에 새론은 현재 구축해 놓은 신뢰를 통해 앞으로도 지속적으로 매출을 이어나갈 수 있을 것이라고 판단된다.

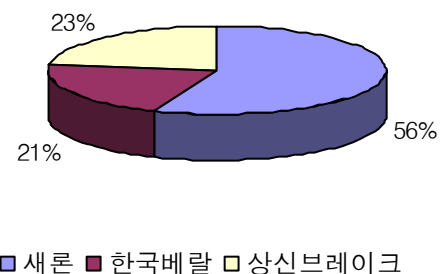
(3) 마찰재 시장점유율

전체 마찰재 시장의 시장점유율은 상신브레이크(이하 상신)가 39.1%로 1위를, 새론이 25.3%로 2위를, (주)한국배럴(이하 한국배럴)이 23.7%로 3위를 차지하고 있으며 마찰재 시장은 이 3사를 중심으로 경쟁하고 있다. 그러나 이것은 OE시장과 RE시장을 모두 포함한 것이기 때문에 RE시장을 주도하고 있는 상신의 시장점유율이 1위일 수밖에 없다. 하지만, RE시장에 비해 상대적으로 유통판매비가 적게 들고, 이익률이 좋은 OE시장에서 1위 (55.7%)²를 차지하고 있는 새론이 상신보다 더욱 경쟁력이 높고 영업이익률도 높음을 유추해 볼 수 있다.

마찰재 시장점유율



주요3사 OE시장점유율



출처 : 사업보고서, 새론오토모티브, 키움증권 리서치센터

² 2005년 자료 기준.

2. 소결재

(1) 소결재 제품

철계분말과 부재료인 비철계분말(경도와 강도에 맞게 선택)을 혼합한 다음 적당한 형상으로 가압 성형한 것을 가열하면 서로 단단히 밀착하여 굳어지는 현상을 가리켜 ‘소결’이라고 한다. 소결재 주요 생산 제품은 자동차 부품, 가전 부품 기타 등으로 구분할 수 있으며 새론에서 각각의 제품이 차지하는 전체 매출액 대비 비율은 25.4%, 3.0%, 1.5% 이다. 주요 매출처로는 국내 완성차 제조회사인 GM 대우와 Sub-Assembly 업체인 (주)만도, 대우정밀, 한라공조, VALEO, 두원정공, EATON KOREA, LG전자, 삼성전자 등이 있다.

(2) 소결재 시장의 특징

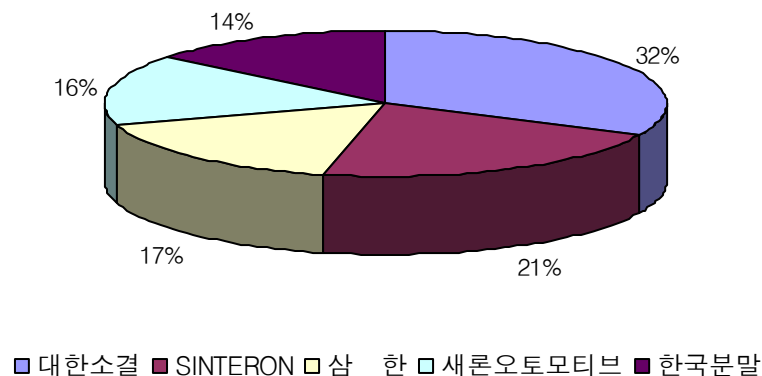
소결부품은 차량경량화와 더불어 높은 안정성과 기술력을 요구하는 것은 물론 차량의 초기 설계단계부터 완성차업체나 Sub-Assembly업체와 공동으로 많은 시험단계 및 실차시험을 거쳐서 승인되므로 생산을 위한 기본설비 및 위기대처능력, 품질경쟁력은 물론 소모품이 아닌 제품특성상 품질보증이 이루어져야 하므로 신규진입 장벽이 높은 편이다.

새론의 경우 소결원료의 대부분을 수입에 의존하고 있어, 환율 변동과 국제 원자재 가격의 변동에 민감한 반응을 나타내고 있지만 고정 거래처와의 장기적인 거래로 인하여 안정적으로 공급하고 있다.

(3) 소결재 시장점유율

소결업계 시장은 신차조립용 OEM의 거래가 주로 이루어지며, 주요 OEM 생산자는 대한소결금속(주), SinterON(주), (주)삼한, 새론오토모티브(주), 한국분말야금(주)이다. 소결재 시장에서 새론의 시장 점유율은 15.7%로, 전체 Market Share는 다음과 같다.

소결재 부문 시장점유율



출처 : 사업보고서

II. 투자포인트

1. 뛰어난 기술력과 원가경쟁력

(1) 니신보로부터의 지속적인 기술이전 및 연구개발 활동

새론의 지배회사는 일본의 Nisshinbo Industries, INC.³로서 새론 지분의 47.01%를 차지하고 있다. 따라서 새론은 니신보로부터 마찰재 관련 사업 전반에 관한 기술을 이전받고 있는데 구체적인 내역은 다음과 같다.

	마찰재	소결재
계약일	1999.7.5	2006.12.1
계약상대방	NBK(일본)	Fine Sintered(일본)
계약내용	Royalty 2.5%, 10년	Royalty 1.2%, 5년

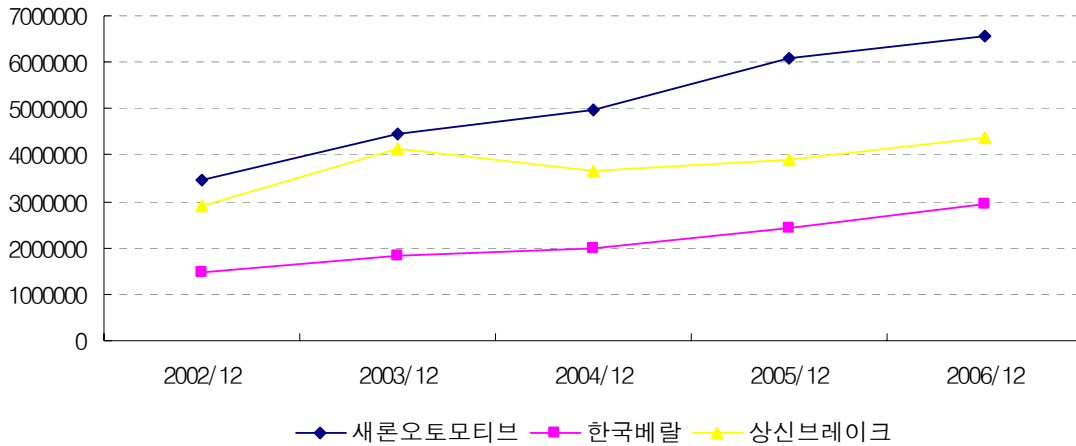
출처:사업보고서

이 중에 가장 뛰어난 기술은 원료배합기술인데, 어떻게 원료를 섞느냐에 따라서 성능의 차이가 크게 발생할 수 있기 때문에 마찰재 부문에서 매우 중요한 사항이다. 원료배합기술이 없는 경우에는 외부로부터 직접 배합된 원재료를 사와야 하고 이럴 경우 당연히 원가가 높아질 수 밖에 없다. 또한 새론은 니신보로부터 일정부분의 원료를 직접 공급받기 때문에 경쟁업체보다 좀 더 저렴한 가격으로 생산이 가능하다. 현재 OE부분 최대경쟁자인 한국베랄도 최근에 원료배합기술을 도입하여 사용하고 있으나 아직 50%정도만 자체적으로 배합하는데 이용하고 있는 실정이다.

새론은 이러한 기술이전 외에도 지속적으로 연구개발활동을 수행하여 품질 경쟁력을 높여가고 있는데, 경쟁업체의 연구개발비용 지출 추이와 비교해보면 새론이 훨씬 많은 비용을 연구개발활동에 투입하고 있다는 사실을 알 수 있다. 특히 상신브레이크와 비교해보면 매출액이 75억원정도 적은 상황임에도 불구하고 연구개발비용은 무려 22억 정도를 초과하여 사용하고 있을 정도이다. 따라서 니신보와의 관계나 꾸준한 연구개발 노력 등을 토대로 판단해 보았을 때, 니신보의 기술 우위는 당분간 지속될 것으로 보인다.

³ 니신보는 1907년에 섬유 업체로 시작하였으나 사업 영역을 자동차 브레이크, 제지, 전자, 화학제품 등으로 확장 시켰고 전 세계적으로 61개 자회사가 있는 세계적인 기업이다. II. 3. (2)에서 자세하게 설명함.

연구개발비용



출처 : 사업보고서

(2) 원가경쟁력과 매출처 다변화

새론은 기술력 우위와 더불어 니신보로부터 저가로 원료를 공급받기 때문에 경쟁업체에 비해 높은 원가경쟁력을 지니고 있다. 다음 자료를 보면, 새론과 한국베랄의 납품단가가 거의 동일함에도 불구하고 매출원가율이나 영업이익률에서 큰 차이를 나타낸다는 사실을 알 수 있다. 여기서 상신의 납품단가가 상대적으로 낮은 이유는 새론이나 한국베랄과는 달리 마진율이 낮은 RE시장 매출비중이 높기 때문이다.

납품단가와 원가율비교

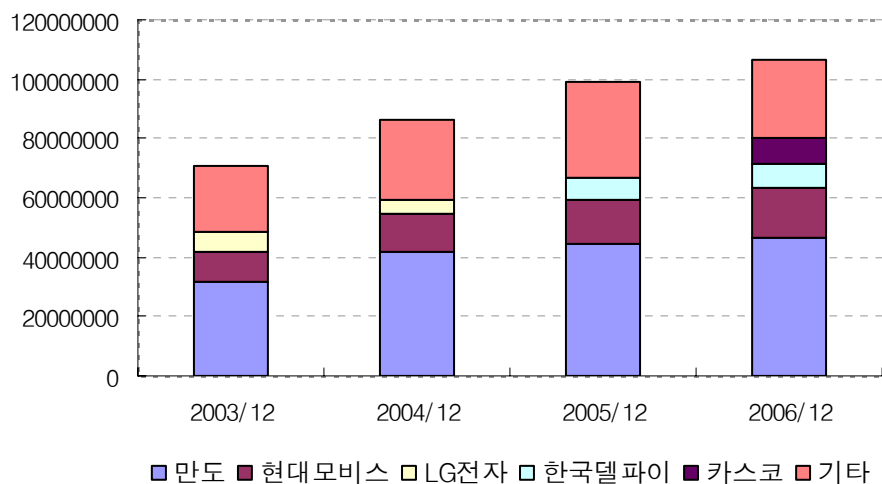
회사명	새론오토모티브	한국베랄	상신브레이크
Brake Pad 납품단가(내수)	2596 원	2597 원	2146 원
매출원가율	80.90%	86.40%	83.00%
영업이익률	13.70%	9.50%	1.70%

출처:기업공시자료

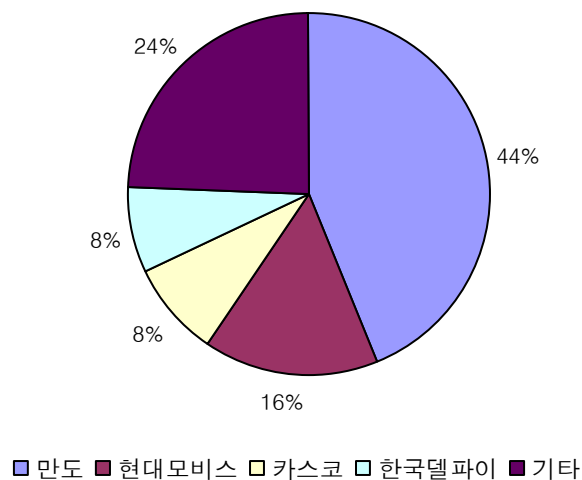
일반적으로 후방업체의 이익률이 높은 경우에 전방업체로부터 원가인하압력(CR)을 지속적으로 받게 되는데, 새론은 납품단가 자체가 높은 것이 아니라 우수한 원가경쟁력으로 높은 이익률을 창출해 내고 있고 일반적으로 전방업체가 원가인하압력을 가하더라도 일정수준 이하로 이익률을 떨어뜨리지는 않기 때문에 앞으로 납품단가가 낮춰지더라도 이익률 감소는 크지 않을 것이라고 예상해 볼 수 있다. 설사 CR압력이 강하게 들어오더라도 경쟁업체와 동시에 납품가가 하락하게 되면, 경쟁업체의 경영환경 악화로 인해 이익률이 보다 높은 새론의 시장점유율이 보다 높아질 수 있는 가능성도 존재한다.

이외에 후방업체가 전방업체의 CR압력을 견딜 수 있는 가장 좋은 방법은 얼마나 매출처가 다변화 되어 있는지 여부이다. 새론은 전통적으로 만도에 대한 매출비중이 높았는데, 2003년 이후로 매출액이 성장하는 과정에서 만도 납품 비중은 줄어드는 모습을 보이는 반면, 타 업체들에게 납품하는 비율은 증가하여 매출처 다변화가 확대되어 가고 있다. 게다가 SABC(새론의 중국자회사)에서 2007년 후반기부터 TOYOTA로 납품계약이 이루어져 있는 만큼 향후 스즈키나 닛산 같은 업체에도 납품이 이루어지게 되면 새론의 매출처는 보다 다양해 지게 된다. 매출처가 다변화된 후방업체의 경우 전방업체의 원가인하압력에 보다 적극적으로 대응할 수 있기 때문에 이는 새론에게 있어서 매우 긍정적이다.

매출비중변화추이



2006년도 매출비중

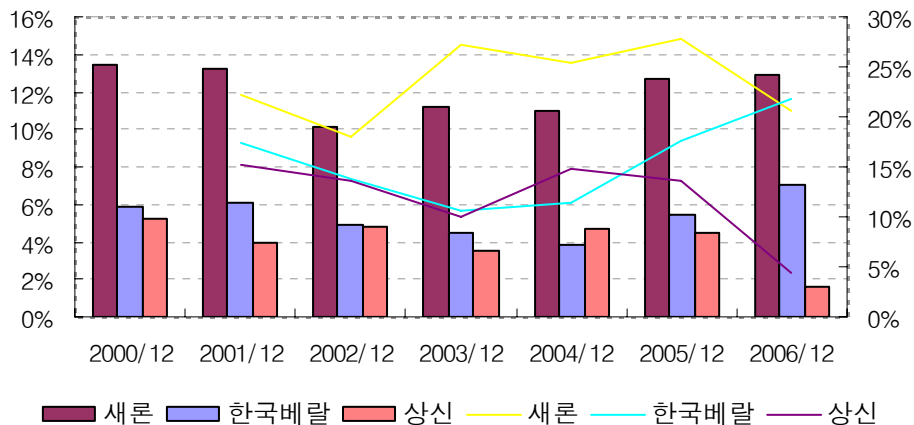


2. 경쟁사 대비 훌륭한 재무지표

(1) 높은 ROE와 순이익률

새론은 재무제표 상으로 흠잡을 데 없는 영업활동을 하고 있다. 앞서 밝혔던 국내 브레이크 시장에서의 경쟁업체인 상신브레이크와 한국베랄보다 지속적으로 높은 수준의 ROE와 순이익률을 보이고 있는 것이다. 상신의 경우 ROE 4.73%, 순이익률 1.56%로 ROE 20.51%, 순이익률 12.93%를 보이고 있는 새론과 비교할 수 없을 만큼 비효율적인 경영을 보여주고 있다. 한국베랄의 경우 ROE는 2006년 21.37%를 보여주면서 새론보다 높은 수치를 기록하고 있지만, 이 수치는 2006년 Earning Surprise를 기록한 후의 지표이기 때문에 앞으로 더욱 추세를 두고 보아야 할 것이다. 한국베랄의 순이익률은 7.04%로 순이익률을 고려하면 새론의 우위는 더욱 명확해진다. 새론의 순이익률은 ROE와 마찬가지로 2000년부터 꾸준히 유지되었으며, 10% 아래로 하락한 적이 한번도 없었다. 자동차 부품업체의 업종 평균 영업이익률과 ROE가 8.5%, 14.5%임을 상기해볼 때, 새론은 효율적인 영업활동을 수행하고 있다고 볼 수 있다(새론의 영업이익률은 13.72%).

새론과 경쟁사들의 순이익률, ROE 비교

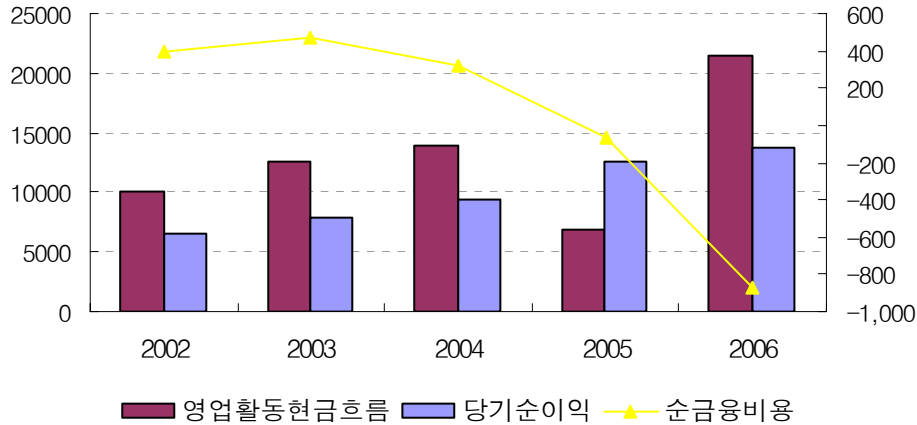


출처 : FNGUIDE 자료

(2) 높은 현금창출 능력

새론의 높은 현금창출 능력도 큰 장점이다. 영업활동으로 인한 현금흐름이 순이익보다 높게 지속되고 있다는 점은 이익의 질이 그만큼 높다는 것을 의미한다. 특히 2006년에는 순이익증가와 더불어 외화매출채권이 회수되어 영업현금흐름이 많이 좋아졌다. 여기서 주목할 만한 점은 부채비율이 계속해서 줄어들며 따라 순금융비용이 크게 감소하고 있다는 점이다. 현재 진행중인 신규 투자계획이 없다고 하니 당분간은 양호한 현금흐름이 지속적으로 유지될 것이라고 예상할 수 있다.

영업활동현금흐름 변동추이



출처 : 사업보고서

(3) 증가추세에 있는 지분법 평가이익

새론의 경우 영업이익보다 경상이익이 높는데, 이는 영업외수익이 크게 증가했기 때문이고 그 중 이자수익과 지분법평가이익이 눈에 띈다. 그 동안의 높은 현금 창출로 이자수익이 증가한 것은 쉽게 이해할 수 있으나, 갑자기 등장한 지분법 평가이익은 무엇일까? 그것은 새론이 중국에 100%자회사로 설립한 **새론북경기차부건유한공사(SABC)**이 2006년에 당기순이익으로 20억원을 창출했기 때문이다.⁴ 중국에 설립된 SABC는 중국 내에서의 완성차 업체뿐 아니라 한국의 완성차 업체에까지 수출을 하여 그 성장세를 지속하고 있다. 구체적으로 보면, SABC는 2007년부터 TOYOTA의 중국공장에 브레이크 라이닝을 공급하기로 확정했고, 이에 따라 향후 NISSAN과 SUSUKI에 브레이크 마찰재 공급 역시 기대되는 상황이다. 이러한 SABC의 성장성을 높게 평가하여 니신보 본사에서 2006년 니신보의 Annual Report에 그 기대감을 숨기지 않았다.⁵ 따라서 SABC의 당기순이익이 앞으로도 증가추세에 있다면, SABC의 지분을 100% 확보하고 있는 새론에게도 매우 긍정적으로 작용할 것이다.

3. 향후 성장동력

(1) 만도의 성장과 함께하는 새론

1) 만도는 어떤 기업인가?

만도는 새론에 있어 가장 매출 비중이 큰 업체이다. 따라서 새론은 만도의 성장에 직접적인 영향을 받을 수밖에 없다. 만도는 SUNSAGE B.V.⁶가 총지분의 80%를 인수하여 설립된 자동차부품업체로서 만도기계(株)로부터 샤시사업부(제동, 조향, 완충)의 영업 일체를 인수하

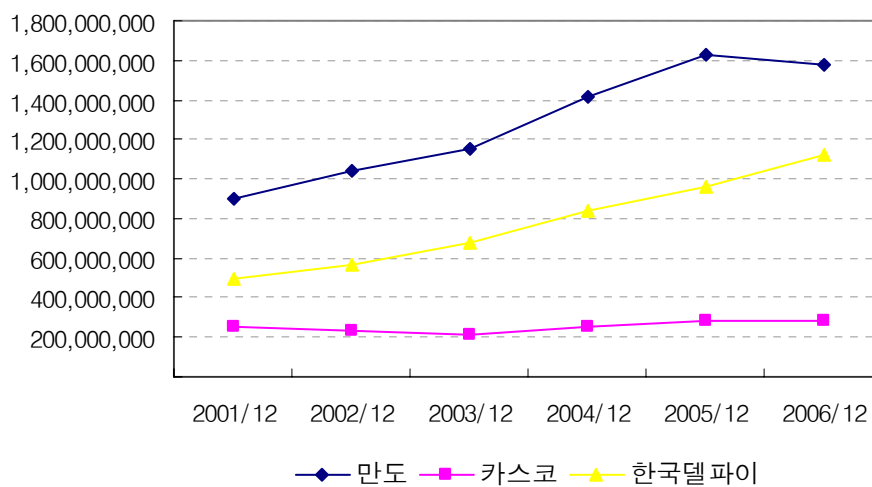
⁴ 전자공시 2007.03.30 사업보고서 참조.

⁵ 니신보사 2006년 Annual Report.

⁶ JP Morgan과 UBS CAPITAL이 70:30으로 투자한 네덜란드법인.

여 운영하고 있다. 국내 자동차부품업계 선도기업으로서 국내 최고의 기술력 및 생산관리능력을 확보하고 있으며, 이를 통해 현대자동차, 기아자동차 등 국내외 업체에 안정적인 납품을 하는 등⁷ 생산 및 영업이 안정적으로 이루어지며 꾸준한 외형성장을 보인다. 2004년에는 '04년 완성차업체에 자동차부품을 공급하는 OEM 매출액 기준 세계 100대 부품업체 선정'에서 92위를 기록하여 한국업체로서 유일하게 100위안에 진입했고, GM대우로부터 3년 연속 최우수 부품업체로서 이름을 올렸다.

제동부문 경쟁업체 매출액 비교



출처 : 사업보고서 및 감사보고서⁸

2)만도와 새론오토모티브는 무슨 관계인가?

2006년 11월, 만도는 오는 2008년부터 5년간 GM과 10억 달러 규모(조향장치 7억3000만 달러, 제동장치 2억7000만 달러)의 부품을 북미, 유럽, 중국, 한국 등 GM의 글로벌 생산공장에 공급하기로 계약을 체결하였다. 그런데 이 같은 만도의 성장과 더불어 가장 큰 수혜를 입을 수 있는 후방업체가 바로 새론이다.

새론의 2대주주는 현재 22.99%의 지분율을 가지고 있는 한라건설이다. 그런데 만도(주)의 지분구조를 살펴보면 역시 한라건설과 그의 특수관계자가 가지고 있는 지분이 17.86%에 이른다. 비록 양 업체에 있어서 모두 지배주주는 아니지만 2대주주가 동일한 상태에서 종대한 품질의 차이가 없다면, 만도와 새론의 관계가 지속적으로 유지 될 것임은 자명하다.

⁷ 2005년 기준으로 해당 사업부문 현대차, 기아차 납품 점유율이 무려 70%이상을 차지하고 있다.(2005년 반기보고서)

⁸ 제동부문 매출이 아닌 전체 매출액임.

새론과 만도의 지분구조

(2006 년말 기준)

	새론오토모티브	만도
최대주주	Nisshinbo Industries, INC.	SUNSAGE B.V.
지분율	47.01%	71.03%
2 대주주	한라건설	한라건설
지분율	22.99%	8.93%
2 대주주		정몽원(한라건설 최대주주)
지분율		8.93%

출처 : 기업공시자료

지분구조뿐만 아니라 임원의 현황을 살펴보면 흥미로운 사실을 발견할 수 있는데, 11명의 임원진 중에 만도 및 만도기계 출신이 4명, 한라그룹 계열사 출신이 3명이나 포진되어 있다.⁹ 그렇다면 한국 기업의 특성상 새론이 만도에게 지속적인 납품을 이어갈 수 있을 것이라는 사실은 어렵지 않게 추측이 가능하다. 이렇듯이 새론은 만도와의 끈끈한 관계를 바탕으로 만도의 성장과 함께 할 것이므로 새론의 장기적인 성장 전망은 긍정적이다.

(2) 모회사인 니신보와의 관계

니신보(NISSHINBO)는 전세계 61개의 자회사를 거느리고 있는 일본의 대기업이다. 섬유와 브레이크 부품, 전자장비를 생산, 판매하는 회사로 일본의 브레이크 패드 시장 중 상당부분을 차지하고 있으며, 현재 새론의 지분을 47.1% 보유하고 있는 새론의 최대주주이다.

2006년 니신보의 Annual Report에 소개된 니신보의 3개년 경영계획에는 '해외에 있는 관계사들과의 관계를 증진시킬 것', '해외의 영업을 촉진할 것' 등이 포함되어있다. 이를 통하여 니신보가 해외에 있는 자회사들과의 관계를 강화할 것임을 알 수 있다. 덧붙여 Annual Report에는 몇 개의 자회사들이 소개되고 있는데, 그 중 한국의 새론과 중국의 SABC도 포함되어 있다. 니신보 본사는 한국에서 새론이 행하는 영업은 긍정적으로 예측하고 있다. 2006년 예측치를 잠시 인용해 보면, 다음과 같다.

2008년에는 2005년보다 40% 증가한 470만 단위(unit)를 생산할 것으로 예측되고, 중국에서는 7백만 단위를 생산할 수 있을 것으로 보인다. 이 중 새론 베이징의 주요 고객인 한국의 제조사들이 100만개 정도를 수요하게 될 것이다.

중국은 현재 '세계의 공장'으로 불리며, 저렴한 토지공급과 행정 편의 등을 제공하면서 많은 공장을 중국 대륙 내로 불러들이고 있다. 니신보는 전세계로 자회사를 늘려가는 과정에서

⁹ 한 임원이 두 곳과 모두 연관될 경우에는 중복하여 계산하였음.

중국지역은 SABC에게 부품공급을 맡기고 있다. 덕분에 도요타 등의 경쟁력있는 일본 자동차 시장에도 납품이 가능하게 되었고, 이는 앞으로 SABC가 빠른 시일 안에 성장궤도에 진입할 수 있음을 시사한다.

(3) 소결재 시장의 성장가능성

1) 유럽, 미국에선 이미 자동차의 30%가 소결재.

소결은 여러 가지 장점이 많은 기술로, 자동차의 경량화에 대응하는 차세대 기술로, 구체적인 장점을 살펴보면 아래와 같다.

①경제성

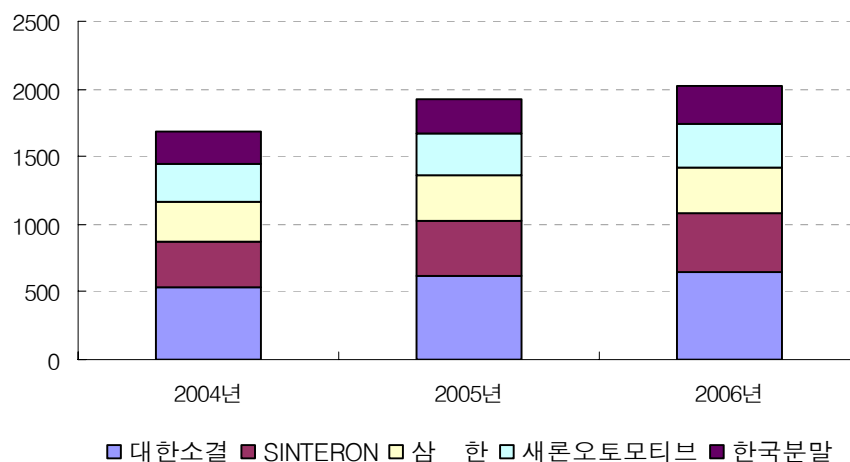
- 자동화 고속 압축성형으로 대량생산이 가능하다.
- 금속의 융점이하의 온도에서 소결에 의하여 합금화시키므로 **매우 경제적이다.**
- 금형에 의하여 생산되므로 **치수가 일정하다.**($\pm 0.02\text{mm}$)
- 후가공이 거의 없고 절삭가공에 의한 재료의 낭비가 없다.

②유일성

- 금속의 종류를 임의로 혼합하여 밀도, 경도, 강도 등을 조절할 수 있다.
- 분말의 입도, 입형, 가압력, 소결온도 등을 조절하여 다공도를 적절하게 조절할 수 있다.
- 고융점 원소의 융점 이하에서 소결부품 제조(초경재료 W, Mo)

유럽, 미국에선 이미 소결재가 자동차의 30%에 사용되고 있으나, 우리나라에선 현재 10% 정도만 사용되고 있다. 자동차 경량화 추세에 따라 소결재의 매출을 더욱더 증가할 것으로 기대되는데, 자동차 부문의 매출액을 보면 그 추이를 확인할 수 있다.

소결재시장 규모 및 점유율



출처 : 사업보고서

2) 기술개발에 투자

소결의 경우 유럽에 비해 아직 기술수준이 10%에 밖에 미치지 못해서 복잡한 형상의 부품의 경우 소결로는 생산을 하지 못하는 것이 현실이다. 소결재의 경우 니신보의 자회사가 되기 이전부터 가지고 있던 기술이었지만 니신보의 자회사가 되면서 마찰재의 기술발전에 비해 소결재의 기술발전은 일천하였다. 아래 표의 특허출원을 볼 때 소결재에 대한 기술개발은 꾸준히 이루어지고 있으며, 이번에 캐나다회사와의 제휴를 통해 기술개발에 더욱 박차를 가할 예정이다. 현재 새론에서는 2008년 혹은 2009년에 기술이 개발될 것으로 예상하고 있고¹⁰ 기술개발이 완료될 경우 이익률이 크게 개선될 수 있을 것으로 보인다.

특허출원년도	1996	2001	2002	2003	2004	2005	2006
특허의 개수	1	1	4	4	1	5	2

출처 : 사업보고서

4. Valuation

(1)DCF

	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12
EBIT성장률	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	
예상EBIT	14,575,382	16,761,689	19,275,943	22,167,334	25,492,434	29,316,299	33,713,744
EBIT(1-27.5%)	10,567,152	12,152,225	13,975,058	16,071,317	18,482,015	21,254,317	24,442,465
(+)유,무형자산 상각비	5,434,212	6,815,303	7,837,598	9,013,238	10,365,224	11,920,007	13,708,008
총현금흐름	16,001,364	18,967,528	21,812,657	25,084,555	28,847,239	33,174,324	38,150,473
(-)운전자본의 증가	(3,882,235)	1,838,757	2,114,571	2,431,757	2,796,520	3,215,998	3,698,398
(-)설비투자	4,748,481	8,868,610	10,198,901	11,728,736	13,488,047	15,511,254	17,837,942
(-)연구개발투자	91,069	58,666	67,466	77,586	89,224	102,607	117,998
총투자액	957,315	10,766,033	12,380,938	14,238,079	16,373,790	18,829,859	21,654,338
예상 FCFF	15,044,049	8,201,495	9,431,719	10,846,477	12,473,448	14,344,465	16,496,135
할인기간		1	2	3	4	5	
현재가치		7,329,962	7,533,700	7,743,100	7,958,321	8,179,523	

WACC	11.89%
영구성장률	4%
Terminal Value	209,076,490
현재가치의 합	38,744,605
PV of TV	119,219,921
현금 + 시장성유가증권	21,542,083
비영업용자산	10,762,866
Value of the Firm	190,269,476
Value of the Debt	6,551,079
Value of the Equity	183,718,397
발행주식수	19,200,000
1주당 가치	9,569
현재주가	5,420
안전마진	77%

자기자본비용	12.41%
1년치일별베타	1.08122
5년치월별베타	
한국시장프리미엄	7.00%
3년만기국채수익률	4.84%
WACC	11.89%
차입금가치(이자발생부채)	6,551,079
주주지분가치(시가총액)	104,064,000
한계조달금리(감사보고서)	4.94%

¹⁰ 주담과의 통화내역임.

- ① 영업이익 증가율 : 과거 6년치 연평균 증가율이 19%이나 향후 발생할 원가인하압력의 효과를 고려하여 15%로 성장하는 것을 가정하였다.
- ② 자기자본비용 : 1년치 일별 베타 값을 사용하여 12.41% 값을 도출하였다.
- ③ WACC : 차입금 시장가치는 이자발생부채 장부가액을 사용하고, 주주지분가치는 현재 시가총액을 사용하여 11.89%의 값을 도출하였다.
- ④ 영구성장률 : GDP성장률로 성장하는 것을 가정하여 4%로 가정하였다.
- ⑤ 적정주가 : 1주당가치가 9,569원이므로 2006년 4월 6일 종가인 5,420원을 기준으로 77%의 성장여력이 존재한다.

(2)RIM

(단위 : 천원)	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
당기순이익	13,745,672	17,132,294	20,147,578	23,693,552	27,863,617	32,767,614	38,534,714
배당금(배당성향 20% 가정)		3,426,459	4,029,516	4,738,710	5,572,723	6,553,523	7,706,943
자기자본의 장부가치(A)	77,874,065	91,579,900	107,697,963	126,652,804	148,943,698	175,157,789	205,985,560
ROCE	20.51%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
할인율(자기자본수익률 12.41%로 가정)	12.41%	12.41%	12.41%	12.41%	12.41%	12.41%	12.41%
Residual Earnings(Residual Income)		7,468,123	8,782,512	10,328,235	12,146,004	14,283,701	16,797,632
PV of RE(RI)		6,643,646	6,950,385	7,271,286	7,607,004	7,958,221	
Total PV of RE(B)	36,430,543						
Continuing Value	55,992,106						
PV of CV	31,196,227						
자기자본의 가치(=A+B)	145,500,834						
주당 자기자본 가치(5,150,000주)	₩7,578						
할인율	1.1241						
초과이익지속계수	0.7						

- ① 배당성향 : 과거 평균인 20%를 사용함.
- ② ROCE : 과거 평균 수익률은 24%정도이나 최근연도 수익률이 20.51%이고 향후 원가 인하압력을 받을 가능성이 있기 때문에 할인하여 중간값인 22%로 계산하였다.
- ③ 자기자본수익률(할인율) : DCF법에서 도출된 값을 그대로 사용하였다.
- ④ 적정주가 : 1주당 가치가 7,579원이므로 2006년 4월 6일 종가인 5,420원을 기준으로 40%의 성장여력이 존재한다.

III. 기타 고려 사항

1. 주 경쟁자인 한국베탈의 순이익증가의 의미는?

한국베탈의 2006년 4분기 실적이 눈에 띄게 증가하였다. 그 이유는 우선 영업이익이 크게 증가하였고, 또한 중국에 설립한 북경베탈기차마찰산품유한공사(이하 북경베탈)의 지분법평가이익이 발생하였기 때문이다. 영업이익의 증가는 자동차 업계 전반적인 생산 정상화에 기인한다. 2006년 상반기에 발생했던 자동차 노조의 파업이 3분기에 종료되어 모든 업체

의 생산정상화를 가져왔으며 이로 인해 그동안 밀려있던 계약분이 한꺼번에 출고되었고, 완성차 업체들의 마케팅 강화로 예년과 비교하여 높은 판매 실적을 기록했기 때문이다.

북경베랄의 경우 한국베랄이 100%의 지분을 보유하고 있는 자회사로, 중국 현지 완성차 업체의 부품 조달뿐만 아니라 한국 완성차 업체를 대상으로 한 영업을 강화하기 위한 것으로 풀이된다. 이러한 북경베랄의 당기순이익은 2006년부터 한국베랄의 지분법평가이익으로 계상되기 시작했으며, 북경베랄은 2006년 당기순이익 2,400만원으로 아직까지 그 영업활동은 미미하다.

2. 만도가 M&A 된다면?

2006년 8월 JP 모건이 만도를 시장에 내놓았을 때, 독일의 콘티넨탈과 지멘스, 미국의 TRW사, 현대차 등이 인수여사를 비추었다. 그러나 외국 부품사들은 한국 내에 존재하는 국내 자본 해외유출에 대한 비판적 시각과 현대차 납품에 대한 보증을 받기 어렵다는 판단에 따라 중간에 인수를 포기했다. 현대차의 경우 자동차 수직계열화를 위해 올 상반기까지 만도 인수를 추진해 왔으나 JP모건 측이 매각금액으로 1조원 이상을 요구한 반면 현대차는 7천억원대를 제시해 협상이 지연되었고, 협상 도중 정몽구 회장이 구속됨으로써 더 이상 논의의 진전이 없는 상태이다.

오상수 만도사장은 2007년 '서울모터쇼'에서 매각 논의는 2007년 하반기에나 시작할 수 있을 것이라고 밝혔다. 현재 가장 강력한 후보인 현대차가 만도 M&A에 성공할 경우 새론의 입장에서는 만도와 현대모비스를 통한 현대차로의 부품공급이 더 안정적일 수 있으므로 만도의 매각은 새론에 호재로 작용할 수도 있다.

3. KORUS FTA의 체결의 영향은?

FTA가 자동차 부품업체에 미치는 영향은 우선 가격 경쟁력 강화 속에 미국업체의 아웃소싱이 확대될 수 있다는 것이다. 제너럴 모터스(GM)와 포드, 크라이슬러 등 미국 자동차 '빅3'는 북미시장에서 판매부진에 따른 경영 악화로 인해 부품 아웃소싱을 확대하고 있다. 실제로 한국산 자동차 부품의 지난해 미국 수출량은 2005년보다 45.2%로 늘어나 중국을 제치고 미국 시장에서 수출 증가율 1위를 차지했다. 이런 상황에서 미국의 관세율 2.5%가 철폐된 것은 자동차 부품 산업에 긍정적인 상황으로 작용할 것이다.

그러나 새론의 경우 전체 매출액 중에서 수출액이 차지하는 비중은 7.48%이다. 이중 70%가 중국 자회사로의 부품 수출인 것을 생각해보면 현재 수출로 인해 얻는 이익은 매우 적다. 따라서 FTA타결로 직접적인 이익 증가는 크지 않을 것이다. 하지만 새론의 납품 업체인 만도나 현대모비스 등의 기업들이 미국에 자동차 부품을 수출하고 있기 때문에 이들을 통

한 반사 이익을 볼 수 있을 것이다.

IV. 결론

과거의 행적을 살펴볼 수 있는 재무지표의 안정성과 건전성, 현재 보유하고 있는 기술력과 원가경쟁력, 향후 발전할 수 있는 성장동력 등 과거, 현재, 미래의 삼박자를 모두 갖춘 기업을 찾기란 쉽지 않을 것이다. 새론오토모티브는 우리의 이러한 기준을 모두 충족시킨 기업이었다. 높은 ROE와 순이익률, 탄탄한 기술과 영업력을 바탕으로 한 현금창출, 또 앞으로의 발전가능성과 자회사까지 새론을 분석하면서 우리는 만족할 만한 결과를 얻었다.

물론 진입장벽이 높은 시장에서 영업을 하고는 있지만 새론이 독점적인 사업자는 아니다. 다른 기업들의 도전을 받고 있음에도 불구하고, 새론은 니신보라는 강력한 글로벌 모기업과 더불어 발전해 나가고 있다. 하지만 결코 모기업에 편승하지는 않는다. 현재 사용되고 있는 기술뿐 아니라 차세대 기술을 위해 연구, 개발이 진행 중이고, 또한 매출처 다변화를 꾀하면서 시장에서 자신만의 고유한 위치를 정립해가고 자신만의 평판을 쌓고 있다. 또한 앞으로 새론이 맞이할 상황은 더욱더 호의적이다. 자동차 시장이 지금까지의 불황기를 지나 호황국면으로 접어들었다는 점, 중국의 자회사가 영업활동을 시작한 점, 한국과 미국이 KORUS FTA를 맺은 점 등이 새론을 기다리고 있는 것이다.

DCF법과 RIM법으로 Valuation을 수행한 결과 두 기법의 단순평균으로 구한 목표가는 8,584원이다. 현재의 주가인 5,420원은 58%의 안전마진을 확보하고 있는 것으로 새론은 현재 시장에서 확실한 저평가를 받고 있는 기업이라고 판단하고 우리는 시장에 강력한 매수의 권을 제시한다.

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.

